مداخلة بعنوان:

أداء صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا وصناديق الاستثمار الإسلامية

أ.د براق محمد   أ. قمان مصطفى

المدرسة العليا للتجارة

أ. نشنش فتيحة

جامعة الجزائر 3 "بوزريعة"

الملتقى الدولي الأول لمعهد العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير

المركز الجامعي بغرداية

بعنوان:

الاقتصاد الإسلامي، الواقع .. ورهانات المستقبل

أداء صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا وصناديق الاستثمار الإسلامية

الملخص

تبحث هذه الورقة موضوع نمو صناديق الاستثمار الإسلامية وأدائها في أسواق الأوراق المالية، وقد شملت هذه الدراسة مفاهيم حول صناديق الاستثمار التقليدية وصناديق الاستثمارات المسؤولة اجتماعيا أو الأخلاقية و مدى موافقتها مع صناديق الاستثمار الإسلامية، ودور هيئات الرقابة الشرعية في الرفع من أداء صناديق الاستثمار الإسلامية، وخلصت الدراسة إلى أن كل من النمو المتزايد لأصول صناديق الاستثمار الإسلامية وأدائها الجيد مقارنة مع الصناديق التقليدية، وأدائها المقبول أثناء الأزمات المالية وخاصة الأزمة الأخيرة، لدليل أخر يضاف إلى ما سبقه من الأدلة، التي تدعو إلى تكييف الأنظمة الاقتصادية مع الشريعة الإسلامية.

المقدمة:

لقد عرف تاريخ التمويل تطورا كبيرا في القرن العشرين خاصة التمويل الجماعي أو صناديق الاستثمار، هذه الصناعة كانت ولا تزال واحدة من التطورات الكبيرة التي ظهرت في تاريخ الأسواق التمويلية، وشهدت هذه الصناعة نموا كبيرا في الولايات المتحدة الأمريكيـــــة (ارتفعت من 50 مليار دولار في أواخر الستينيات إلى 10 تريليون دولار في أواخر 2006)، ودول أخرى بعد الحرب العالمية الثانية، عالميا وصلت في نهاية 2006 إلى 21 تريليون دولار. ومن بين التطورات التي شهدتها هذه الصناديق، ظهور ما يسمى بصناديق الاستثمار الأخلاقية والمسؤولة اجتماعيا، وذلك بإدخال الاعتبارات المالية وغير المالية، كمراعاة الآثار الاجتماعية والأخلاقية والمتعلقة بالمحيط الناتجة عن الاستثمارات، في اختيار الاستثمارات المكونة لهذه الصناديق.

بالإضافة إلى ذلك، فقد نشطت في الآونة الأخيرة حركة التعامل بالأدوات الاستثمارية الإسلامية بسبب ارتفاع الأموال المدارة بطريقة إسلامية، وذلك من خلال تأسيس صناديق استثمار مُشترك تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، ولم يقتصر نشاط

الاستثمار في هذه الأدوات على الأسواق المالية في الدول الإسلامية، إذ أن هناك تعاملا واسعا بهذه الأدوات في الأسواق والبورصات العالمية، خاصة بعد أن تم استحداث مؤشر داو جونز والفايننشال تايمز للأسواق المالية الإسلامية في عام 1999، الأمر الذي أدى إلى توسيع وتنويع نطاق الأنشطة التي تُمارسها المصارف الإسلامية.

تعتبر صناديق الاستثمار مهمة للمسلمين اليوم، فيمكن لها أن تكون أداة ووسيلة لتحقيق التكافل الاقتصادي بين المسلمين، وذلك بتسهيل نقل المدخرات من دول الفائض إلى دول العجز وأن تكون بداية الطريق لتكييف البنوك التقليدية مع الشريعة الإسلامية.

عند إنشاء صناديق الاستثمار الإسلامية وصناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا تؤخذ بعين الاعتبار مجموعة من المعايير، مثل اتباع الشريعة والمسؤولية تجاه عوامل متعلقة بالمحيط وعوامل أخلاقية وعوامل اجتماعية، بالإضافة إلى عوامل متعلقة بأداء المؤسسات وحوكمتها، مما يؤدي إلى تحسين أداء هذه الصناديق. لكن نقص التنويع الناجم عن رفض مجموعة كبيرة من الاستثمارات والمؤسسات التي تخالف المعايير السابقة، يرفع من مستوى المخاطرة الإجمالية للصندوق، التي بدورها تؤدي إلى انخفاض في مستوى أداء هذه الصناديق.

ومنه فأن إشكالية هذه المداخلة تتمثل في ما مدى فعالية أداء صناديق الاستثمار الإسلامية والأخلاقية مقارنة بصناديق الاستثمار التقليدية على مستوى أسواق الأوراق المالية؟

وتعالج هذه الورقة ثلاث نقاط أساسية، بداية بمفاهيم حول صناديق الاستثمار التقليدية وصناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا، ثم إلى دراسة عامة لصناديق الاستثمار الإسلامية وهيئات الرقابة الشرعية، وفي الأخير دراسة نمو وتطور صناديق الاستثمار الإسلامية ونتائج دراسات حول أداء صناديق الاستثمار الإسلامية صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا مقارنة بأداء الصناديق التقليدية.

أولا: صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا

يشمل هذه المحور مفاهيم عامة حول صناديق الاستثمار التقليدية وصناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا بالإضافة إلى وكالات التنقيط المجتمعي.

1. صناديق الاستثمار

إحدى القواعد الأساسية في الاستثمار أن لا تضع كل أموالك في استثمار واحد، حيث يستطيع المستثمر أن يخفض من درجة المخاطرة عند تنويع استثماراته، ومنه ظهرت فكرة صناديق الاستثمار.[1] ويمكن عرض صناديق الاستثمار في النقاط الاتية:

1.1. نشأة صناديق الاستثمار

تعتبر البداية الحقيقية للصناديق الاستثمارية بالمفهوم القائم حاليا في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1924، أين قام أساتذة من جامعة هارفارد الأمريكية بإنشاء أول صندوق استثماري في بوسطن بأصول لم تتجاوز 392 ألف دولار أمريكي يمتلكها 200 مساهم في ذلك الوقت، ثم ازدهرت الصناديق الاستثمارية ونمت بشكل كبير عقب الحرب العالمية الثانية، حيث بلغ عددها 352 صندوق عام 1947 بأصول صافية بلغت 4 مليارات الدولارات.[2]

ومن الأسباب التي أدت إلى نمو صناديق الاستثمار التقليدية:

- تراجع دور المصارف في سوق الإقراض.
- انخفاض سعر الفائدة مما أدى إلى تراجع الودائع.
- اهتمام المصارف بهذه الصناديق نتيجة عوائد الخدمات المقدمة لهذه الصناديق.
- زيادة الطلب على هذه الصناديق من قبل الأفراد.

1. 2. مفهوم صناديق الاستثمار

تختلف مفاهيم الصندوق الاستثماري حسب الجهة المصدرة له وحسب الهدف من إنشائه، ومنه يعرّف صندوق الاستثمار بأنه "وعاء مالي لتجميع مدخرات الأفراد واستثمارها في الأوراق المالية من خلال جهة ذات خبرة في إدارة محافظ الأوراق المالية

---

1 Yasuyuki Fuchita, Robert e. Litan, **Pooling Money: The Future of Mutual Funds**, brookings institution press, 2008, P :2.

2 Matthew P. Fin, **Rise of mutual funds : an insider's view**, Published by Oxford University Press, Inc, 2008,P:29.

وفقا لرغبات المستثمرين ودرجة تقبلهم للمخاطر، وإنما يعود بالفائدة على البنك الذي يؤسس صناديق الاستثمار أو الشركات، وذلك من أجل تقليل مخاطر الاستثمار وزيادة الفائدة"[1]. كما تعرف صناديق الاستثمار " بأنها مؤسسات مالية تقوم بالاستثمار الجماعي للأوراق المالية، عن طريق تجميع المدخرات من عدد كبير من المستثمرين، بموجب صكوك أو وثائق استثمارية موحدة القيمة ثم تعهد بها إلى جهة أخرى تسمى مدير الاستثمار، لاستثمار هذه المدخرات في الأوراق المالية لصالح المدخرين والمستثمرين معا"[2].

من الجلي إذا أن نفس المنطق الذي كان أساس ظهور الصناديق الاستثمارية وانتشارها ونموها، هو نفسه المنطق الذي اعتمد عليه عمل نموذج المصرف الإسلامي الذي يعتمد في جانب الخصوم على عقد المضاربة.

3.1. مزايا صناديق الاستثمار

تتلخص مزايا الاستثمار في الصناديق الاستثمارية في الأتي:[3]

- تنشيط حركة أسواق رأس المال وذلك عن طريق تشجيع المستثمرين قليلي الخبرة والمعرفة بإيداع مدخراتهم في شركات الاستثمار، وتحقيق مستوى أعلى من العائد.
- التنوع الكفء لمكونات الصندوق بطريقة تسهم في تخفيض المخاطر إلى أدنى حد ممكن عن طريق تنويع التشكيلة التي يتكون منها صندوق الاستثمار.
- توفير قدر من المرونة للمستثمرين في حرية تحويل استثماراتهم من صندوق لآخر، وذلك مقابل رسوم ضئيلة، وكذلك يمكن لشركات الاستثمار أن تسترد أسهمها إذا ما رغب المستثمر في التخلص منها كليا أو جزئيا.

- الاستفادة من خبرات الإدارة المحترفة، لأنه من الصعب على الأفراد القيام بشراء الأسهم من السوق المنظمة وغير المنظمة واتخاذ القرار الاستثماري ومراقبة حركة

---

[1] – عصام أبو النصر، نموذج محاسبي مقترح لقياس وتوزيع عوائد الصناديق الاستثمارية، أبحاث ندوة صناديق الاستثمار في مصر الواقع والمستقبل، مصر، الجزء الأول، ص ص: 74–75

[2] -نزيه عبد المقصود مبروك، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006، ص 89.

[3] مختار أحمد حمودة، صناديق الاستثمار ودورها في تفعيل برنامج توسيع قاعدة الملكية وتنمية الأنشطة الاقتصادية، الندوة الوطنية الأولى حول التحديات التي تواجه القطاع المصرفي وأفاق تطويره، 2006، طرابلس، ليبيا.

الأسعار في السوق، ومتابعة باستمرار لمستوى مخاطرة المحفظة، في حين أنها مهمة سهلة على الخبراء المحترفين بالصندوق.

2. صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا (الأخلاقية)

من بين أنواع صناديق الاستثمار الأكثر دراسة في الآونة الأخيرة في البلدان المتطورة هي صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا أو الأخلاقية، حيث يمكن تقديم صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا من خلال النقاط الآتية:

1.2 نشأة صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا

إحدى التطورات الجديدة في الصناعة المالية هي ارتفاع الاستثمارات ذات المسؤولية الاجتماعية أو الأخلاقية، وترجع أصول الاستثمارات الاجتماعية إلى مئات السنوات السابقة، إلا أن الجذور الحديثة للاستثمار الاجتماعي تعود إلى المناخ السياسي لسنوات الستينيات من القرن الماضي، وذلك مع ظهور عدة قضايا مثل البيئة والحقوق المدنية و الطاقة النووية، التي زادت من الوعي الاجتماعي للمستثمرين. وفقا لذلك، بدأت صناديق الاستثمار بنية واضحة بتلبية مطلب دمج المعايير الأخلاقية والاجتماعية في عملية الاستثمار، وأدى ذلك إلى زيادة كبيرة في أصول صناديق الاستثمار المدارة بشكل أخلاقي.[1]

من أهم البواعث على ظهور الصناديق الاستثمارية ذات المسؤولية الاجتماعية، من جهة، هو تحقيق رغبات وتفضيلات المستثمرين التي لا تتحقق بصفة مباشرة في الأسواق، ومن أهم تلك التفضيلات ما يسمى بالأولويات الاجتماعية، إذ إن كثيراً من المستثمرين يطمح لتحقيق أرباح، إلا أنه يرغب أن يكون ذلك مقيداً بتحقيق أغراض دينية أو اجتماعية أو سياسية.[2] ومن جهة أخرى، هو بلوغ نتيجة أكثر قبولا من الناحية

---

[1] Rob Bauer, Kees Koedijk , Rogér Otten, **International evidence on ethical mutual fund performance and investment style**, Journal of Banking & Finance 29 (2005) 1751–1767.

[2] محمد علي القري، الصناديق الاستثمارية الإسلامية، ورقة مقدمة لندوة التطبيقات الإسلامية المعاصرة ، 5-8 ماي 1998م، الدار البيضاء ، المغرب

الاجتماعية، بدون إحداث اختلالات اقتصادية كلية وبيئية طويلة الأجل، أو تحطيم الانسجام العائلي والاجتماعي أو النسيج الأخلاقي للمجتمع.[1]

2.2 مفهوم صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا

الاستثمار الأخلاقي أو الاستثمارات المسؤولة اجتماعيا، وهو: "مصطلح عام للاستثمارات واستراتيجيات الاستثمارات التي تأخذ بعين الاعتبار المحاولة لخلق التغيير الاجتماعي الايجابي، وتقليل الضرر البيئي ودمج الاعتقادات الدينية أو الأخلاقية، وبسبب العولمة، يدرك المشاركون في سوق الأوراق المالية، بان قرارات استثماراتهم لها نتائج حول العالم، ومن الصعب اتخاذ قرار استثماري بدون امتلاك بعض التأثير على البيئة والتنمية الاجتماعية، مما يدعو إلى الموازنة بين تحقيق عائدات مالية ايجابية ومستويات منخفضة من الأضرار البيئية والاجتماعية."[2]

وحسب منتدى الاستثمار الاجتماعي*، فان الاستثمار المسؤول اجتماعيا هو: "عملية استثمار التي تعتبر النتائج الاجتماعية والبيئية للاستثمارات، ايجابية كانت أم سلبية، ضمن التحليل المالي الصارم."[3]

ومنه فصناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا عبارة عن محافظ أوراق مالية تستثمر في الأوراق المالية لمؤسسات التي تحقق الشروط السابقة.

3.2 وكالات التنقيط المجتمعي

لقد طورت كبرى وكالات التنقيط المالي، مثل **Standard & Poor's** و**Moody's**، نوع جديد من الوكالات موجهة لإعلام المستثمرين بمدى التزام المؤسسات بالمسؤولية الاجتماعية، حيث نشأت هذه الوكالات في نهاية التسعينات، وتقيم هذه الوكالات الالتزامات والسياسات المتبعة وأداء المؤسسة في الميادين الاجتماعية والبيئية والحوكمة المرتبطة بأنشطة المؤسسة. وذلك بتصنيف المؤسسات بدرجات مختلفة حسب

---

[1] محمد عمر شابرا، **مستقبل علم الاقتصاد من منظور إسلامي**، الطبعة الثانية، ترجمة : رفيق يونس المصري، 2005، دار الفكر، دمشق، سوريا، ص: 89.

[2] Hung-Gay Fung, Sheryl A. Law and Jot Yau, **Socially Responsible Investment in a Global Environment,** 2010, Edward Elgar Publishing, Inc., USA.p:4

* منتدى الاستثمار الاجتماعي هو منظمة أمريكية غير ربحية، تروج لمفهوم وممارسة ونمو الاستثمار المسؤول اجتماعيا (Www.Socialinvest.Org)

[3] Hung-Gay Fung, Op-cit, 2010, p:4.

معطيات اقتصادية كلية من جهة، وإرسال قائمة أسئلة إلى المؤسسات من جهة أخرى، واستخدام هذه المعلومات في تنقيط المؤسسات حسب المعايير الاجتماعية والأخلاقية.[1]

ثانيا: صناديق الاستثمار الإسلامية وهيئات الرقابة الشرعية

مع إنشاء البنوك الإسلامية، بدأ التفكير في إنشاء صناديق الاستثمار الإسلامية، حيث تم إنشاء العديد منها في الدول العربية وغيرها، لتعمل على الاستثمار وفق الشريعة الإسلامية، ومما ساعد على إنشاء هذه الصناديق، استحداث العديد من الأدوات الاستثمارية وقيام بعض المؤسسات المالية الإسلامية بدراسة الضوابط الشرعية للاستثمار في أوراق مالية لشركات قائمة.[2] ويعرض هذا المحور مفاهيم خاصة بصناديق الاستثمار الإسلامية وهيئات الرقابة الشرعية

1. صناديق الاستثمار الإسلامية

يمكن عرض صناديق الاستثمار الإسلامية من خلال:

1.1 مفهوم صناديق الاستثمار الإسلامية

تعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية "أحد المؤسسات المالية الإسلامية التي تتولى تجميع أموال المستثمرين في صورة وحدات أو صكوك استثمارية، ويعهد بإدارتها إلى جهة من أهل الخبرة والاختصاص، لتوظيفها وفقاً لصيغ الاستثمار الإسلامية المناسبة، على أن يتم توزيع صافى العائد فيما بينهم حسب الإنفاق، ويحكم كافة معاملاتها أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية والقوانين والقرارات والتعليمات الحكومية واللوائح والنظم الداخلية".[3]

2.1 خصائص صناديق الاستثمار الإسلامية

[1] Quels sont les principaux acteurs de l'Investissement Socialement Responsable (ISR), www.LaFinancePourTous.com 08-12-2010

[2] هشام جبر، صناديق الاستثمار الإسلامية، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الأول،حول الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، المنعقد بكلية التجارة في الجامعة الإسلامية في الفترة من 8-9 مايو2005، ص: 17.

[3] هشام جبر، نفس المرجع،2005، ص:19.

تتسم صناديق الاستثمار الإسلامية بذاتية تميزها عن غيرها من الصناديق التقليدية من حيث طبيعة العلاقة بينها وبين أصحاب الوحدات (الصكوك) الاستثمارية، وكذلك من حيث طبيعة أدوات تجميع المدخرات، ومن حيث صيغ توظيف الأمـــوال، وأيضاً من حيث طبيعة العلاقة التي تنشأ بين أصحاب الوحدات الاستثمارية وبين إدارة تلك الصناديق وبين المؤسسات المالية التي تتبعها أحيانا. وكذلك من حيث التزامها بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية في معاملاتها واتساع مسؤولية القائمين على أمرها لتشمل المسؤولية أمام المجتمع وأمام الأمة الإسلامية وأمام الله عز وجل.[1]

وتمثل هذه الصناديق أحد أهم الوسائل لدخول البنوك التقليدية في سوق الخدمات المصرفية الإسلامية دون الحاجة إلى تغير هيكلها الإداري أو نظام عملها وترخيصها، لذلك أنشأت العديد من البنوك الربوية صناديق استثمارية تتماشى مع الشريعة الإسلامية.

تعتبر المقاربة الإسلامية في الاستثمارات وصناديق الاستثمار متوافقة والمسؤولية الاجتماعية للاستثمارات. وزيادة عنها، فهي قائمة بآليات البنوك الإسلامية أي بدون مداخيل ربوية وغيرها من المحرمات.[2]

3.1 أنواع الصناديق الإسلامية

توجد عدة أنواع لصناديق الاستثمار الإسلامية أهمها:[3]

1.3.1 صناديق الأسهم الإسلامية

ظهرت صناديق الاستثمار الإسلامية بالأسهم استجابة لرغبات ذوي الالتزام من المسلمين الذي يحرصون على المباح من الدخل، يقوم عمل الصندوق على مبادئ أساسية:

ـــ الاستثمار في أسهم الشركات التي يكون نشاطها مباحا، لتحقق أرباحا من زيادة أسعار أسهم هذه الشركات، إلا أن الفقهاء اختلفوا في الشركات التي أصل عملها مباح، ولكنها تمارس بعض الأعمال المحرمة كأن تقترض بفائدة، أو تودع أموالها بفائدة. حيث رأى البعض عدم الاستثمار

---

[1] حسين حسين شحاتة، **منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية**، مجلة الاقتصاد الإسلامي، العدد 245، جامعة الأزهر، مصر، 2009، ص:5.

[2] Mohamed Nacer THBET, **Fonds D'investissement Socialement Responsables,** colloque international, Avril 2010, Ecole superieure de commerce d'alger.

[3] محمد علي القري، مرجع سابق، 1998، ص ص:15-17./ نزيه عبد المقصود مبروك، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، دار الفكر الجامعية، الطبعة الأولى، 2006، مصر، ص ص: 107-111./ Mohamed Nacer THBET, Op-cit, 2010, pp:12-14 / هشام جبر، مرجع سابق،2005، ص ص 19-20.

في أسهمها، والرأي الثاني يرى إمكانية الاستثمار في أسهمها، وعلى مدير الصندوق أن يحسب الدخل الناتج عن أعمال محرمة، ويستبعده من الدخل الذي يحصل عليه المستثمر في الصندوق، ومخاطر الاستثمار في هذه الصناديق عالية.

ـ أن لا يمارس المدير في الصندوق عمليات غير جائزة مثل البيع القصير للأسهم أو الخيارات المالية أو الأسهم الممتازة.

2.3.1 صناديق السلع

يعتبر نشاط صناديق السلع الأساسي شراء السلع بالنقد ثم بيعها بالأجل، تتجه هذه الصناديق بصفة أساسية إلى أسواق السلع الدولية، ولصناديق الاستثمار في السلع الإسلامية ضوابط منها أنها تقتصر على السلع المباحة وتلك التي يجوز شراءها بالنقد وبيعها بالأجل، فيستثنى من السلع الذهب والفضة. ويمكن أن تعمل صناديق السلع بصيغة البيع الآجل أو المرابحة أو السلم وكل هذه الصيغ قابلة للتطبيق في أسواق السلع الدولية، ولصناديق السلع نوعان:

1.2.3.1 صناديق المرابحة

تقوم صناديق المرابحة على التمويل بالأجل بطريق المرابحة وبخاصة في أسواق السلع الدولية. فيقوم الصندوق بشراء كمية من سلعة الحديد مثلاً بالنقد، ثم بيعها إلى طرف ثالث (غير من اشتراها منه) بالأجل. ويكون الأجل قصيراً في الغالب يتراوح بين شهر وستة أشهر. ويستفيد من عمليات التمويل الشركات المتعاملة في أسواق السلع لتمويل المخزون، ومصافي البترول لتمويل حصولها على الخام وشركات المواد الأولية كالسكر ونحوه.

2.2.3.1 صناديق السلم

السلم بيع يؤجل فيه قبض المبيع ويعجل فيه قبض الثمن، ويمكن توليد الربح من بيوع السلم في الصناديق الاستثمارية عن طريق الدخول في عقد سلم محله بضاعة موصوفة في الذمة كالقمح أو الشعير أو الزيوت...،الخ.

3.3.1 صناديق التأجير

يعتمد عمل صناديق التأجير على امتلاك الصندوق للأصول المؤجرة مثل المعدات والسيارات والطائرات وأحيانا العقار. وتولد الدخل من الإيرادات الايجارية، وتختلف الصناديق باختلاف عقود الإيجار لأصول الصندوق، فبعضها يقوم على عقد الإيجار المعتاد. وهنا يتحمل الصندوق مخاطرة ثمن الأصول عند انتهاء العقود، وربما كان على صفة الإيجار المنتهي بالتمليك وفي هذه الحالة تغطي الإيرادات قيمة الأصل كاملا.

2. هيئات الرقابة الشرعية على صناديق الاستثمار الإسلامية

هناك ضرورة حتمية لخضوع معاملات وأعمال صناديق الاستثمار الإسلامية للرقابة الشرعية والمالية، رقابة شرعية حيث "يجب على الإدارة العليا لبرنامج الاستثمار الجماعي الإسلامي التأكد من وضع نظم وآليات مناسبة وفعالة للمتابعة السابقة واللاحقة للالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها"[1]، ورقابة مالية "توجب أن يكون على عمليات الصندوق رقابة فعالة متعددة المقاصد والجوانب للاطمئنان على المحافظة على الأموال وتنميتها وتحديد الحقوق بالعدل، و دليل ذلك من الكتاب قول الله تعالى: (وَلْيَكْتُب بَّيْنَكُمْ كَاتِبٌ بِالْعَدْلِ) [البقرة : 282] ."[2] ومنه فمفهوم الرقابة الشرعية على صناديق الاستثمار الإسلامية ومجالاتها كالآتي:

1.2 مفهوم الرقابة الشرعية على صناديق الاستثمار الإسلامية

تتمثل الرقابة الشرعية على صناديق الاستثمار الإسلامية في: "متابعة ومراجعة وفحص وتقويم كافة المعاملات والتصرفات والأعمال التي تقوم بها تلك الصناديق للاطمئنان من أنها تتم وفقاً لأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية وكذلك طبقاً للفتاوى والقرارات والتوصيات المعاصرة الصادرة عن مجامع الفقه وهيئات ومجالس الفتوى، وبيان المخالفات، وتحليل أسبابها، ثم تقديم المعالجات الشرعية لها مقرونة بالتوصيات

[1] المبدأ 3، المبادئ الإرشادية لضوابط برامج الاستثمار الجماعي الإسلامي، مجلس الخدمات المالية الإسلامية، جانفي 2009، (www.ifsb.org) يعتبر هذا المجلس هيئة دولية، تضع معايير لتطوير وتعزيز صناعة الخدمات المالية الإسلامية.

[2] حسين حسين شحاتة،مرجع سابق، 2009، ص: 11.

والإرشادات اللازمة لتطوير الضبط الشرعي إلى الأفضل"[1]. وذلك بتقديم تقارير دورية تثبت ما إذا كانت إدارة الصندوق قد التزمت في معاملاتها بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية.

2.2 مجالات الرقابة الشرعية على صناديق الاستثمار الإسلامية

تخضع كافة معاملات وعمليات الصناديق للرقابة الشرعية والتي تتمثل في الآتي:[2]

ــ الرقابة الشرعية على عمليات إصدار الوحدات (الصكوك) الاستثمارية والتأكد من استيفاء شروط عقد المضاربة من الناحية الشرعية وأنها لا تتضمن أي بنود غير جائزة شرعا، ويجب على هيئة الرقابة القيام بالعملية قبل الإصدار لمراجعة شروطه.

ــ التدقيق الشرعي على عمليات شراء الأوراق المالية وتكوين محفظتها والتأكد من أنها لا تتضمن أي أوراق محرمة شرعا، وكذلك عمليات الاستثمار في مشروعات استثمارية مباشرة والتأكد من أنها تتم وفقاً لصيغ ومعايير الاستثمار الإسلامي.

ــ التدقيق الشرعي على عمليات التقويم الدوري لقيمة الوحدات الاستثمارية، والاطمئنان من أنه قد اتبعت الأسس والمعايير الإسلامية ولاسيما الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.

ــ التدقيق الشرعي على عمليات استبدال الوحدات الاستثمارية والاطمئنان من أنها قد تمت وفقاً للمعايير الشرعية الصادرة عن الهيئة.

ــ التدقيق الشرعي على عمليات تحديد وقياس أرباح / خسائر نشاط الصندوق والتأكد من أن التوزيع قد تم وفقاً لشروط عقود المضاربة والوكالة.

ــ التأكد من شرعية الإيرادات والتأكد من أنها لا تتضمن أي كسب حرام أو خبيث، وإن وجد فقد جُنِّبَ في حساب مستقل تمهيداً للتخلص منه في وجوه الخير حسب الفتاوى الشرعية الصادرة في هذا الشأن.

ــ التأكد من شرعية النفقات، والتأكد من أنها لا تتضمن بنود إسراف أو تبذير أو ترف أو بنود لا تخص نشاط الصندوق.

---

[1] نفس المرجع، ص: 19.
[2] نفس المرجع، ص: 20.

ثالثا: تطور وأداء صناديق الاستثمارية الإسلامية

هناك عدة دراسات أجريت لفحص أداء صناديق الاستثمار التقليدية وصناديق الاستثمار الأخلاقية والإسلامية باستعمال مختلف مقاييس ومؤشرات الأداء للمحافظ المالية، ويعتبر هذا المحور نظرة شاملة لكل من آليات قياس الأداء ونتائج دراسات مقارنة الأداء بين صناديق الاستثمار الإسلامية والتقليدية ونمو صناديق الاستثمار الإسلامية.

1. **آليات قياس أداء صناديق الاستثمار** هناك عدة آليات ومؤشرات لقياس أداء الصناديق الاستثمارية، منها المقاييس التقليدية التي تعتمد على مقارنة أداء الصندوق مع أداء محفظة السوق، وأشهرها: [1]

ـــ مؤشر جنسن Jensen الذي يعتمد على مقارنة عائد الصندوق مع عائد محفظة السوق.

ـــ و مؤشر شارب Sharpe ويمثل نسبة المكافأة إلى التقلب ويقصد بالمكافأة الفرق مابين عائد المحفظة والعائد الخالي من المخاطرة، منسوبة إلى التقلب لعوائد أصول المحفظة الاستثمارية أي الانحراف المعياري لعوائد أصول المحفظة الاستثمارية.

ـــ ومؤشر ترينور Treynor، الذي يعتمد على إمكانية السيطرة على المخاطر غير المنتظمة بواسطة التنويع الجيد.

والمقاييس البديلة لذلك هي المقاييس التي تعتمد على تقدير نماذج بمتغيرات متعددة مفسرة لخصوصية كفاءة أداء مدير الصندوق، مثل نموذج متعدد العوامل.

2. الدراسات التجريبية لأداء صناديق الاستثمار الإسلامية

أجريت عدة دراسات تجريبية لقياس أداء صناديق الاستثمار التقليدية وصناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا وصناديق الاستثمار الإسلامية ودراسات لمقارنة الأداء بينها منها: [1]

---

[1] انظر: Pascal GRANDIN, **Mesure de performance des fonds d'investissement**, Economica, France, 1998./ غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج، عمان، 2008، ص ص: 225-230.

ـــ دراسة لقلدرير Goldreyer وآخرون سنة 1999 وهي دراسة عالمية لمعطيات شهرية لصناديق استثمار تقليدية وصناديق استثمار مسؤولة اجتماعيا، وأظهرت هذه الدراسة أن صناديق الاستثمار التقليدية ذات أداء أكبر من صناديق استثمار مسؤولة اجتماعيا في معظم الظروف.

ـــ دراسة ل كبير وجيرارد Girard و Kabir سنة 2005 لبيانات شهرية على مؤشر داو جونز الإسلامي ومؤشرات غير إسلامية ابتداء من جانفي 1996 إلى غاية نوفمبر 2005، أظهرت هذه الدراسة انه لا يوجد فرق في الأداء بين المؤشرات الإسلامية وغير الإسلامية.

-في 2007 قام فيكيرياج Fikriyah وآخرون بدراسة شهرية في ماليزيا من 1992 إلى 2001 ، وأظهرت أن صناديق الاستثمار الإسلامية أدت أفضل من صناديق الاستثمار التقليدية أثناء ظروف اقتصادية متوقعة الانخفاض ، بينما أظهرت الصناديق التقليدية أداء أفضل من الصناديق الإسلامية أثناء ظروف اقتصادية صعبة ومفاجئة.[1]

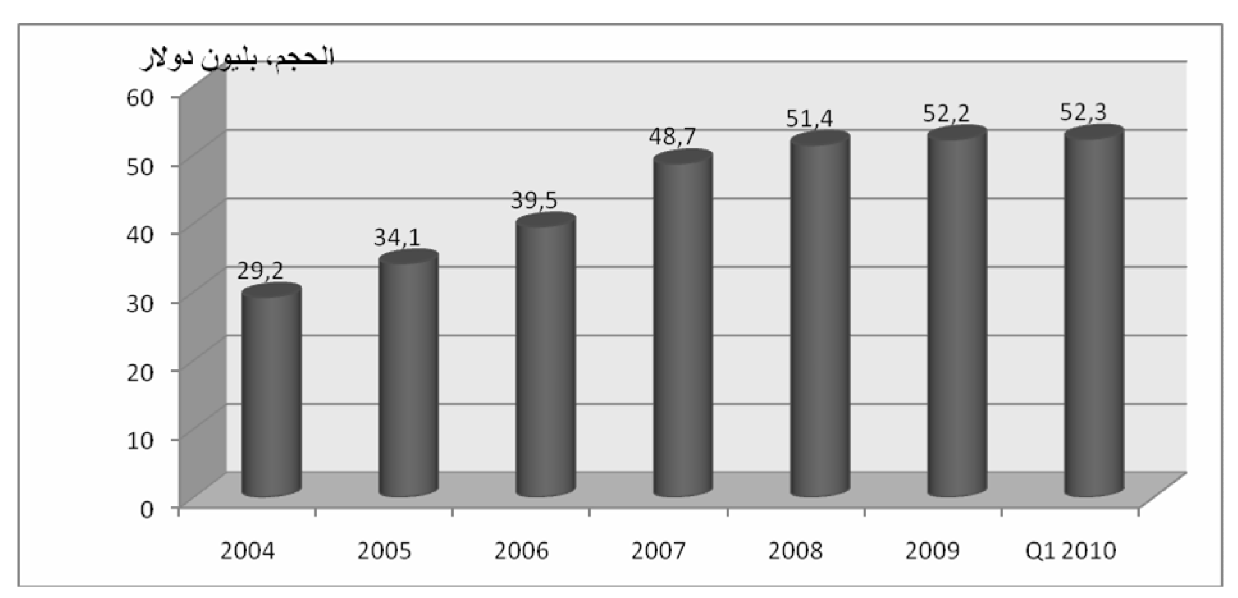
3. نمو وتطور صناديق الاستثمار الإسلامية

تطور عدد صناديق الاستثمار الإسلامية في أنحاء العالم بشكل ملحوظ، حيث لم تتجاوز 300 صندوق إسلامي سنة 2004، ووصل عددها إلى أكثر من 750 صندوق في الربع الأول من سنة 2010،[2] وذلك بزيادة مستمرة. ووصل حجم الأصول المدارة في صناديق الاستثمار الإسلامية إلى 52,3 بليون دولار في بداية 2010 بعدما كان 29,2 بليون دولار في نهاية 2004.(انظر الشكل رقم: 1).

الشكل رقم 1: تطور أصول صناديق الاستثمار الإسلامية

[1] Fadillah Mansor & M. Ishaq Bhatti, The performance of Islamic mutual funds: The Malaysian Case, The 14th Annual Banking and Finance Conference,Melbourne University, 2009, pp: 15-17

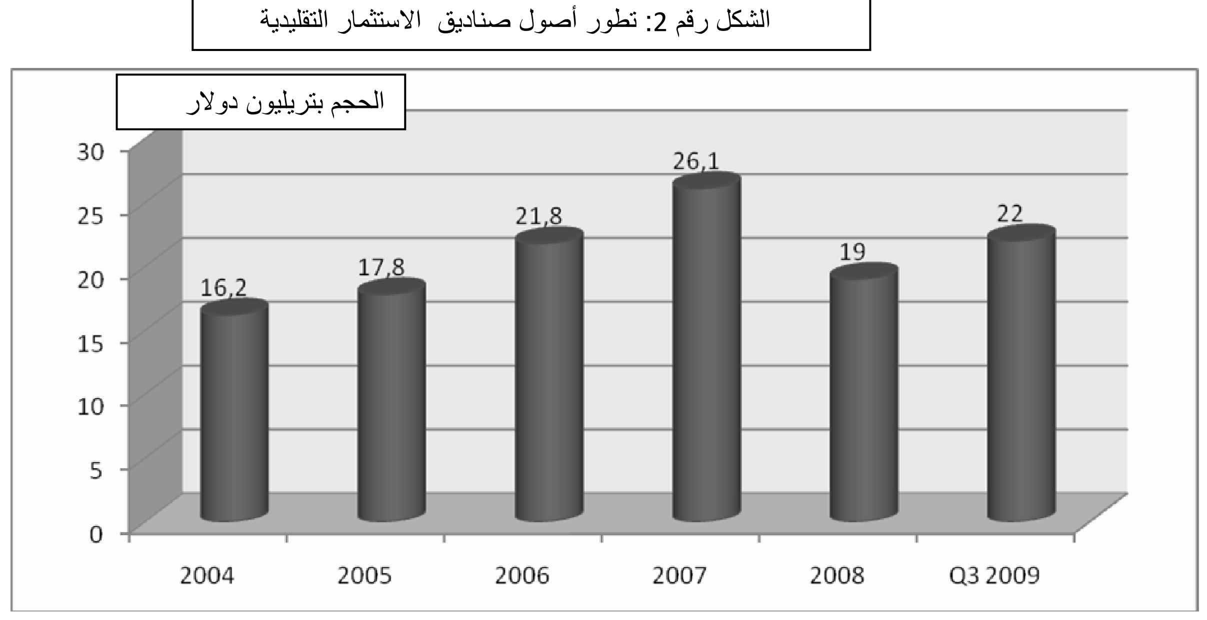
[2] Ernst & Young, Islamic Funds & Investments Report 2010, 6th Annual World Islamic Funds & Capital Markets Conference, (www.EY.com)



المصدر: Ernst & Young, Islamic Funds & Investments Report 2010, Op_cit, p 7

أثرت الأزمة المالية العالمية 2007ـــ2008 سلبا على صناديق الاستثمار التقليدية، مما أدى إلى انخفاض أصولها المدارة من 26,1 تريليون دولار سنة 2007 إلى 19 تريليون دولار نهاية سنة 2008، ومع ذلك فان صناديق الاستثمار الإسلامية استمرت في الارتفاع حتى أثناء الأزمة المالية. (انظر الشكل رقم:1 و2).

الشكل رقم 2: تطور أصول صناديق الاستثمار التقليدية



المصدر: Ernst & Young, Islamic Funds & Investments Report 2010, Op.cit., p : 6

خاتمة

تتمثل مزايا صناديق الاستثمار في تنشيط أسواق الأوراق المالية وذلك عن طريق تشجيع المستثمرين لوجود الإدارة المحترفة والتنويع الكفء وتوفير قدر من المرونة في حرية تحويل استثماراتهم، بالإضافة إلى رغبات المستثمرين في تمويل الأنشطة التي لها آثار إيجابية على المجتمع واعتقاداتهم، وذلك بالاستثمار في الصناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا وذات التوجه الأخلاقي.

وتعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية، التي تجمع بين المسؤولية الاجتماعية للاستثمارات والمسؤولية الأخلاقية وتتوافق مع الشريعة الإسلامية، من بين التطورات التي شهدتها الصناعة المالية في الآونة الأخيرة، إذ استثمرت في النمو واستقطاب أموال المسلمين وغير المسلمين وانتشرت في بلاد المسلمين وغير المسلمين، وصمدت أثناء الأزمة المالية عكس الصناديق التقليدية.

مع ذلك، فان حجم الأموال المدارة في صناديق الاستثمار الإسلامية أقل بكثير من تلك المدارة في الصناديق التقليدية، حيث توصي هذه الدراسة بتسويق المنتجات المالية الإسلامية عامة، ومنتجات صناديق الاستثمار الإسلامية خاصة لاستقطاب أموال المسلمين بدرجة أولى.

أثبت الدراسات التطبيقية أن هناك أداء جيد لصناديق الاستثمار الإسلامية مقارنة بصناديق الاستثمار التقليدية رغم قلة التنويع الناتج عن رفض عدة أنواع من الاستثمارات المخالفة للشريعة، بالإضافة إلى الأداء الحسن أثناء الأزمات عكس صناديق الاستثمار التقليدية، حيث توصي هذه الورقة باعتماد صناديق الاستثمار الإسلامية للحد من أثار الأزمات المالية.

المراجع

باللغة العربية

1ـــ حسين حسين شحاتة، منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية، مجلة الاقتصاد الإسلامي، العدد 245، جامعة الأزهر، مصر، 2009.

2ـــ محمد علي القري، الصناديق الاستثمارية الإسلامية، ورقة مقدمة لندوة التطبيقات الإسلامية المعاصرة ، 5-8 ماي 1998م، الدار البيضاء ، المغرب.

3ـــ محمد عمر شابرا، مستقبل علم الاقتصاد من منظور إسلامي، الطبعة الثانية، ترجمة : رفيق يونس المصري، 2005، دار الفكر، دمشق، سوريا.

4ـــ مختار أحمد حمودة، صناديق الاستثمار ودورها في تفعيل برنامج توسيع قاعدة الملكية وتنمية الأنشطة الاقتصادية، الندوة الوطنية الأولى حول التحديات التي تواجه القطاع المصرفي وأفاق تطويره، 2006، طرابلس، ليبيا.

5 - نزيه عبد المقصود مبروك، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006.

6ـ هشام جبر، صناديق الاستثمار الإسلامية، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الأول،حول الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، المنعقد بكلية التجارة في الجامعة الإسلامية في الفترة من 8-9 مايو2005.

7ـ عصام أبو النصر، نموذج محاسبي مقترح لقياس وتوزيع عوائد الصناديق الاستثمارية، أبحاث ندوة صناديق الاستثمار في مصر الواقع والمستقبل، مصر، الجزء الأول.

8ـ غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج، عمان، 2008.

9ـ مجلس الخدمات المالية الإسلامية، المبادئ الإرشادية لضوابط برامج الاستثمار الجماعي الإسلامي، جانفي 2009، (www.ifsb.org).

باللغة الاجنبية

1- Ernst & Young, Islamic Funds & Investments Report 2010.

2- Fadillah Mansor & M. Ishaq Bhatti, The performance of Islamic mutual funds: The Malaysian Case, The 14th Annual Banking and Finance Conference,Melbourne University, 2009.

3- Hung-Gay Fung, Sheryl A. Law and Jot Yau, Socially Responsible Investment in a Global Environment, 2010, Edward Elgar Publishing, Inc., USA.

4- Matthew P. Fin, Rise of mutual funds : an insider's view, Published by Oxford University Press, Inc, 2008.

5- Mohamed Nacer THBET, Fonds D'investissement Socialement Responsables, colloque international, Avril 2010, Ecole superieure de commerce d'alger

6- Pascal GRANDIN, Mesure de performance des fonds d'investissement, Economica, France, 1998.

7- Rob Bauer, Kees Koedijk , Rogér Otten, International evidence on ethical mutual fund performance and investment style, Journal of Banking & Finance 29 (2005).

8- Yasuyuki Fuchita, Robert e. Litan, Pooling Money: The Future of Mutual Funds, brookings institution press, 2008.

9- (Www.Socialinvest.Org)

10- (www.LaFinancePourTous.com)